ธนัตถ์ กันตพรพงศ์, IAA
Fundamental Analyst
Tanat.ku@lhsec.co.th
02 055 5139

THAILAND | INITIAL PUBLIC OFFERING

THAI PACKAGING INDUSTRY PCL.

บริษัท อุตสาหกรรมไทยบรรจุภัณฑ์ จำกัด (มหาชน)

RATING	N/A	TARGET	2.40	UPSIDE	+30%	TICKER	TIPAK
IPO PRICE	1.85	VALUATION	FY70 P/E 7.5x	TOTAL SHARES	552m	SECTOR	SET / PKG

TIPAK ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษลูกฟูกครบวงจรรายใหญ่ของไทย

- *TIPAK ผู้ผลิตแผ่นและกล่องกระดาษลูกฟูกแบบครบวงจร ด้วยประสบการณ์มากกว่า 50 ปี มีฐานลูกค้าเกือบ 800 รายในหลากหลายอุตสาหกรรม และมีโรงงาน 2 แห่งใกล้ฐานอุตสาหกรรมสำคัญ ขณะที่กำลังการผลิตปัจจุบันยังเพียงพอรองรับการเติบโตในระยะถัดไป*
- *อัตรากำไรมีแนวโน้มทยอยฟื้นในระยะถัดไป หลังราคากระดาษและเศษกระดาษเริ่มกลับมาฟื้น ช่วยลดแรงกดดันการแข่งขันด้านราคา ขณะที่ปริมาณขายที่ดีขึ้นหนุน Operating leverage และการลงทุนเครื่องจักร บริษัทคาดช่วยลดต้นทุนต่อหน่วย 1–3% เสริมด้วยต้นทุนการเงินลดลงและสิทธิ BOI*
- *คาดกำไรปี 2568–71F เติบโตเฉลี่ย (CAGR) 15% เราคาดกำไรปี 2569F ราว 150 ลบ. (+24%YoY) และ 2570F ราว 177 ลบ. (+18%YoY) หนุนจากยอดขายฟื้นตัว อัตรากำไรดีขึ้น และสัดส่วนสินค้ามูลค่าเพิ่มที่เพิ่มขึ้น*
- *ราคาเหมาะสม 2.40 บาท อิง P/E ปี 2570F เป้าหมาย 7.5 เท่า มีส่วนลดจากค่าเฉลี่ยกลุ่มบรรจุภัณฑ์เล็กน้อย ขณะที่กำไรอยู่ในช่วงฟื้นตัว ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO และคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลอยู่ในระดับน่าสนใจ ช่วยสนับสนุนความน่าสนใจของการลงทุน*

ประเด็นการลงทุน

- ***เข้าสู่รอบฟื้นตัวของกำไร หลังผ่านฐานต่ำในปี 2568*** ผลประกอบการปีก่อนได้รับแรงกดดันจากวัฏจักรราคากระดาษขาลและการแข่งขันด้านราคา รวมถึงค่าใช้จ่ายเตรียมเข้าตลาดและการเพิ่มบุคลากรเพื่อรองรับการเติบโต ขณะที่ปี 2569 คาดเห็นการฟื้นตัว โดยมีแรงหนุนจากราคากระดาษที่กลับมาฟื้น การรับรู้สิทธิ BOI เต็มปี ค่าใช้จ่ายครั้งเดียวที่ลดลง ต้นทุนการเงินที่มีแนวโน้มลดลงหลัง IPO และประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น
- ***วัฏจักรราคากระดาษกลับทิศ เป็นแรงหนุนการฟื้นตัวของอัตรากำไร*** ราคากระดาษและเศษกระดาษเริ่มฟื้นตามความต้องการวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น การลดกำลังผลิตของผู้ผลิตบางส่วน และต้นทุนขนส่ง–พลังงานที่สูงขึ้น ส่งผลให้ผู้ผลิตกระดาษทยอยปรับราคาขาย เราคาดช่วยลดแรงกดดันการแข่งขันด้านราคาและหนุน ASP ของ TIPAK ฟื้นในระยะถัดไป
- ***ปริมาณขายมีแนวโน้มฟื้น จากทั้งอุตสาหกรรมเดิม และอุตสาหกรรมใหม่*** และแนวโน้มการใช้บรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม กลุ่มลูกค้าหลักเดิม เช่น อาหารและเครื่องดื่ม รวมถึงธุรกิจบรรจุภัณฑ์ยังมีแนวโน้มเติบโต ขณะที่อุตสาหกรรมใหม่ช่วยเปิดฐานความต้องการเพิ่มเติม อีกทั้งผู้ผลิตและเจ้าของแบรนด์มีแนวโน้มลดการใช้พลาสติกและเพิ่มสัดส่วนบรรจุภัณฑ์กระดาษ ขณะที่กฎระเบียบด้านความยั่งยืนและการตรวจสอบย้อนกลับในตลาดสำคัญ เช่น สหภาพยุโรป มีความเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนความต้องการบรรจุภัณฑ์กระดาษในระยะยาว
- ***ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO เพิ่มความยืดหยุ่นรองรับการเติบโต*** การเสนอขายหุ้น IPO เป็นหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมด ทำให้เงินระดมทุนเข้าสู่บริษัทโดยตรง โดยส่วนหนึ่งใช้ชำระคืนเงินกู้และลงทุนปรับปรุงเครื่องจักร เราคาด IBD/Equity ลดจาก 0.26 เท่าในปี 2568 เหลือราว 0.08 เท่าในปี 2569F ช่วยลดภาระดอกเบี้ย พร้อมเพิ่มความสามารถในการลงทุนและรองรับโอกาสการเติบโตในอนาคต

ประเมินมูลค่า

ประเมินราคาเหมาะสม 2.40 บาท อิง P/E ปี 2570F ที่ 7.5 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มบรรจุภัณฑ์ราว 8.3 เท่า โดยให้ส่วนลดเล็กน้อยเพื่อสะท้อนการฟื้นตัวของกำไรและอัตรากำไรที่ยังต้องพิสูจน์ รวมถึงความผันผวนของราคาวัตถุดิบและการแข่งขันในอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม เราคาดกำไรปี 2568–71F เติบโตเฉลี่ย (CAGR) 15% ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO และคาดอัตราผลตอบแทนเงินปันผลอยู่ในระดับน่าสนใจ จึงมองว่าการให้ส่วนลดจากค่าเฉลี่ยกลุ่มเพียงเล็กน้อยมีความเหมาะสม

ปัจจัยเสี่ยง

ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ 1) ราคากระดาษและเศษกระดาษไม่ฟื้นหรือผันผวนกว่าคาด 2) การปรับราคาขายไม่ทันต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น 3) ความต้องการบรรจุภัณฑ์และปริมาณขายต่ำกว่าคาด โดยเฉพาะจากอุตสาหกรรมลูกค้าหลัก 4) การแข่งขันด้านราคารุนแรงกว่าคาด และ 5) ผลประหยัดต้นทุนจากการลงทุนเครื่องจักรต่ำกว่าสมมติฐาน

STOCK INFORMATION

Fiscal Year End	Dec 31
IPO Shares (m)	144
Issued Shares (m) (After IPO)	552
Par Value (Bt)	1.00
Paid-up Capital (Btm)(After IPO)	552
Market Capitalization (Btm) (IPO Price)	1,021
Constituen	SET/PKG
Auditor	KPMG PHOOMCHAI AUDIT CO., LTD.
Financial Advisor	Maybank Securities

MAJOR SHAREHOLDERS	After IPO
ครอบครัวมันสินธร	39.9%
บริษัท ไทย วีพีซี บิสซิเนส จำกัด	34.1%
อื่นๆ	0.0%
จำนวนหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป	26.0%

FORECASTS & VALUATION — Consolidated

Year End	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales (Btm)	2,734	2,537	2,687	2,874	2,955
EBITDA (Btm)	328	252	259	290	319
Core Profit (Btm)	179	118	150	177	186
Net Profit (Btm)	170	121	150	177	186
EPS (Bt) (Core)	0.33	0.21	0.27	0.32	0.34
EPS Growth (%)	-5.5%	-34.2%	27.0%	17.7%	5.2%
DPS (Bt)	0.39	0.00	0.27	0.14	0.16
P/E (x)	5.69	8.64	6.81	5.78	5.49
D/P (%)	21.3%	0.0%	14.6%	7.3%	8.6%
BV (Bt)	2.65	2.95	2.41	2.59	2.77
P/B (x)	0.70	0.63	0.77	0.71	0.67
ROE (%)	15.4%	10.3%	11.8%	12.8%	12.6%

Source : Company, SETSMART, LHSEC Estimates

BUSINESS DESCRIPTION

ประกอบธุรกิจเป็นผู้ออกแบบและผลิตบรรจุภัณฑ์จากกระดาษคราฟท์ แบบครบวงจร ครอบคลุมตั้งแต่การออกแบบโครงสร้างจำลอง งานพิมพ์ ไปจนถึงกระบวนการผลิตและขึ้นรูปบรรจุภัณฑ์ ซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุนรวมให้กับลูกค้า สินค้าหลักของบริษัทฯ แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่ แผ่นกระดาษลูกฟูก (Corrugated Sheet Board) และกล่องกระดาษลูกฟูก (Corrugated Box)

DIVIDEND POLICY

บริษัทฯ มีนโยบายในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่ต่ำกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิหลังหักภาษีเงินได้นิติบุคคลและทุนสำรองตามกฎหมายในแต่ละปี

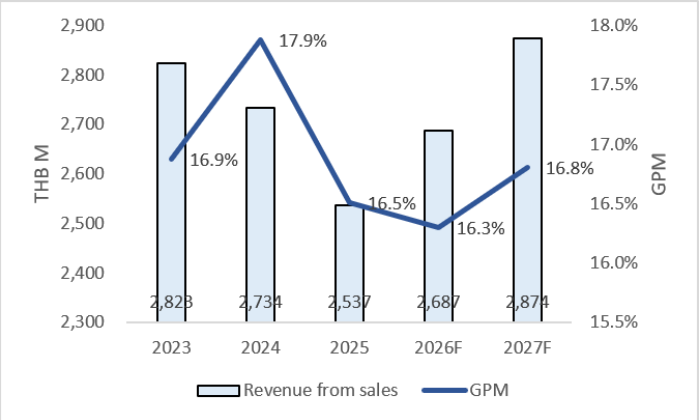
บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายร่วม นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนก่อนตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์

เข้าสู่รอบฟื้นตัวของกำไร คาดเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 15% ในปี 2568–71F

1. *วัฏจักรราคากระดาษกลับทิศ หนุนราคาขายและอัตรากำไรฟื้น*

ราคาขายของบรรจุภัณฑ์กระดาษมีความสัมพันธ์กับราคากระดาษในตลาด เนื่องจากกระดาษคราฟท์เป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต เมื่อราคากระดาษเปลี่ยนแปลง ผู้ผลิตจึงทยอยปรับราคาขายตามต้นทุนและภาวะการแข่งขัน ทำให้ ASP ของ TIPAK เคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกับวัฏจักรราคากระดาษ โดยในช่วงปี 2566–68 ราคากระดาษที่ลดลงทำให้การแข่งขันด้านราคารุนแรงขึ้น กดดันทั้งยอดขายและอัตรากำไรของบริษัท ขณะที่ปัจจุบัน ราคาเศษกระดาษและราคากระดาษเริ่มกลับมาปรับขึ้น จากอุปทานที่ตึงตัวขึ้น ต้นทุนขนส่งและพลังงานที่สูงขึ้น และการปรับลดกำลังผลิตของผู้ผลิตบางส่วน เราคาดช่วยให้ราคาขายในอุตสาหกรรมทยอยฟื้น ลดแรงกดดันการแข่งขันด้านราคา และหนุน GPM ของ TIPAK จาก 16.3% ในปี 2569F เป็น 16.8% ในปี 2570F

Source : Company data, www.fastmarket.com



Source : Company data, LHSEC Estimates

การฟื้นตัวของราคาเศษกระดาษมีแรงสนับสนุนจากฝั่งอุปทานมากกว่าการเร่งตัวของอุปสงค์ โดยราคา OCC ในปี 2569 ได้แรงหนุนจาก อุปทานเศษกระดาษรีไซเคิลที่ตึงตัว การแข่งขันซื้อวัตถุดิบของโรงงานในประเทศผู้ส่งออก รวมถึงต้นทุนขนส่งระหว่างประเทศที่สูงขึ้น ขณะที่ความต้องการจากอินเดียและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ยังช่วยพยุงตลาด อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวยังมีข้อจำกัดจากกำลังการผลิตกระดาษม้วนส่วนเกินในเอเชียและอุปสงค์ปลายทางที่ยังไม่แข็งแรงมาก ทำให้เรามองแนวโน้มราคากระดาษในระยะถัดไปเป็น “ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป” มากกว่าการเข้าสู่ Super cycle รอบใหม่

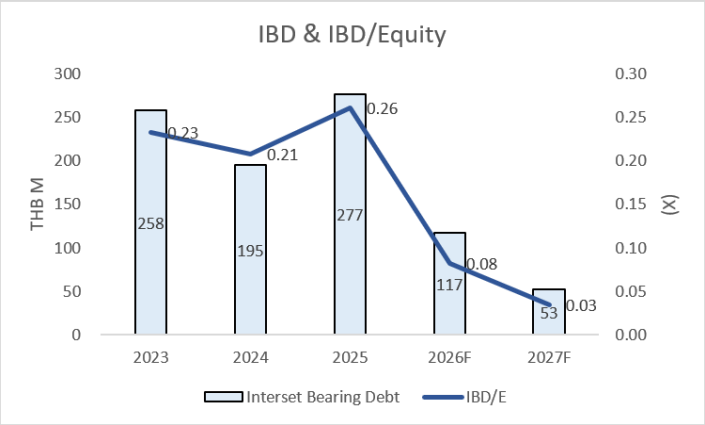
2. *ปริมาณขายและประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น หนุนการฟื้นตัวของอัตรากำไร*

ความต้องการบรรจุภัณฑ์ได้แรงหนุนจากฐานลูกค้าทั้งในอุตสาหกรรมลูกค้าเดิมและโอกาสจากอุตสาหกรรมใหม่ โดยกลุ่มการพิมพ์และบรรจุภัณฑ์มีแนวโน้มเติบโต 2–3% จากการขยายตัวของ E-commerce และกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม 5% จากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวและแนวโน้มอาหารเพื่อสุขภาพ ขณะที่อุตสาหกรรมยาและเครื่องปรับอากาศมีแนวโน้มเติบโต 10% และ 8% ตามลำดับ ด้านกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ มุมมองจาก LHBANK ต่ออุตสาหกรรม HDD และ IC เป็นบวกเล็กน้อยจากการลงทุน Data center, Cloud, AI และโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลเป็นปัจจัยหนุนความต้องการ HDD และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งเรามองเป็นโอกาสขยายฐานความต้องการบรรจุภัณฑ์ของ TIPAK ในระยะถัดไป ขณะที่แนวโน้มลดการใช้พลาสติกและเพิ่มการใช้บรรจุภัณฑ์กระดาษ รวมถึงกฎระเบียบด้านความยั่งยืนที่เข้มงวดขึ้นเป็นปัจจัยสนับสนุนความต้องการในระยะยาว

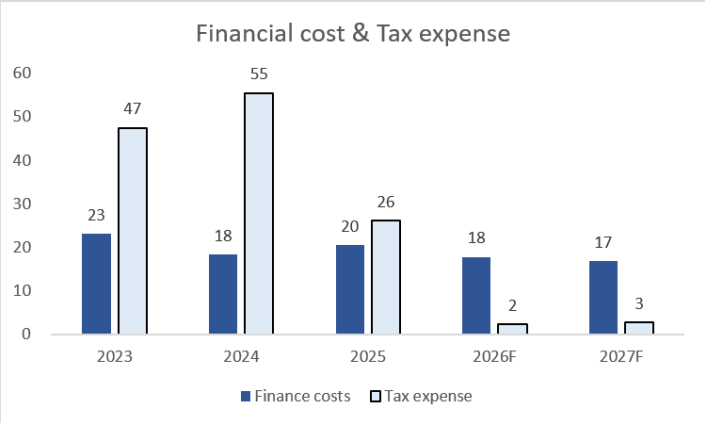
เราคาดการฟื้นตัวของอัตรากำไรจะมาจากทั้งด้านราคา ปริมาณขาย Product mix และประสิทธิภาพการผลิต โดยแนวโน้มราคากระดาษที่เข้าสู่วัฏจักรเริ่มฟื้นตัวเปิดโอกาสให้บริษัทปรับราคาขายตามต้นทุนวัตถุดิบ และหากการปรับราคาขายทำได้เร็วกว่าการเพิ่มขึ้นของต้นทุน จะช่วยให้อัตรากำไรฟื้นตัว ขณะเดียวกัน บริษัทมีโอกาสเพิ่มสัดส่วน Corrugated Box ซึ่งมีอัตรากำไรสูงกว่า Corrugated Sheet รวมถึงต่อยอดไปสู่ Value-added และ Specialty Packaging ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น ด้านต้นทุน การลงทุนเครื่องจักรและระบบอัตโนมัติหลัง IPO มีเป้าหมายเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ลดของเสีย ลดการใช้แรงงานในบางกระบวนการ และลดต้นทุนต่อหน่วย ขณะที่กำลังการผลิตเดิมยังมีพื้นที่รองรับการเติบโต ทำให้ปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นสามารถช่วยเฉลี่ยต้นทุนคงที่ต่อหน่วยและสร้าง Economies of Scale เพิ่มเติม

3. *สิทธิ BOI และฐานะการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น หนุนกำไรสุทธิเติบโตเร็วกว่าผลการดำเนินงาน*

TIPAK ได้รับสิทธิส่งเสริมการลงทุนสำหรับกิจการผลิตผลิตภัณฑ์จากเยื่อกระดาษหรือกระดาษรีไซเคิล โดยได้รับยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลจากกำไรของกิจการที่ได้รับส่งเสริมเป็นระยะเวลา 3 ปี ทำให้ปี 2569 เป็นปีแรกที่ได้รับประโยชน์เต็มปี เราคาดค่าใช้จ่ายภาษีลดลงเหลือเพียงราว 2–3 ลบ.ต่อปี ในช่วงประมาณการ เทียบกับ 26 ลบ.ในปี 2568 ขณะเดียวกัน เงินระดมทุนจาก IPO ส่วนหนึ่งจะนำไปชำระคืนเงินกู้ ส่งผลให้ภาระหนี้และต้นทุนทางการเงินลดลง โดยเราคาด IBD/Equity ลดจาก 0.26 เท่าในปี 2568 เหลือราว 0.08 เท่าในปี 2569F ขณะที่ต้นทุนทางการเงินลดจากราว 20 ลบ. เหลือ 18 ลบ. และมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่อง ช่วยให้การฟื้นตัว ของกำไรจากการดำเนินงานส่งผ่านมายังกำไรสุทธิได้มากขึ้น พร้อมเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินเพื่อรองรับการลงทุนในอนาคต

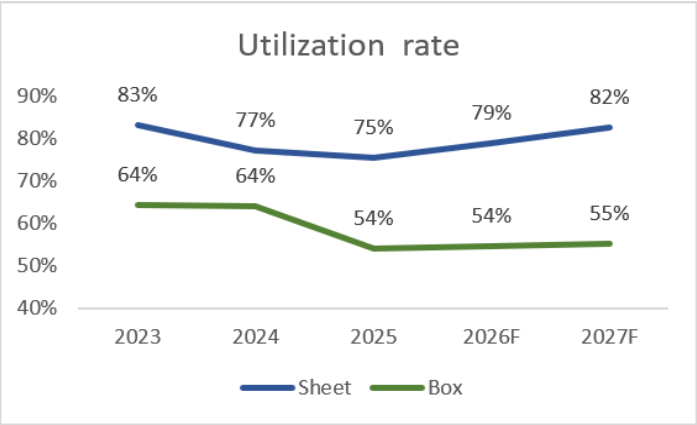


Source : Company data, LHSEC Estimates

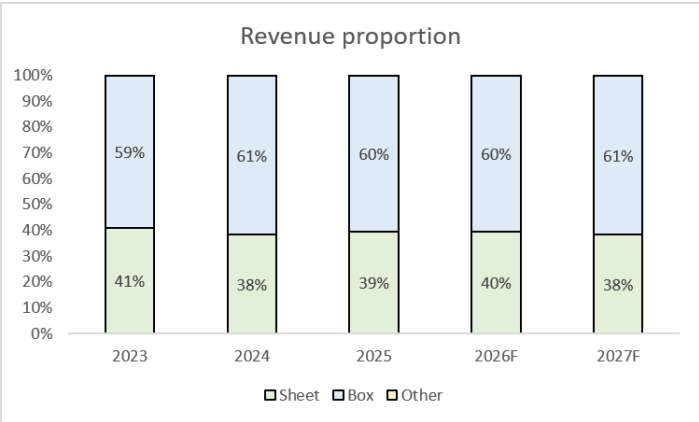


Source : Company data, LHSEC Estimates

คาดรายได้และอัตรากำไรทยอยฟื้น หนุนกำไรเติบโตต่อเนื่อง เราคาดรายได้ปี 2568–71F กลับมาเติบโตตามปริมาณขายและราคาขายที่ทยอยฟื้น โดยการเพิ่ม Utilization ของกำลังการผลิตเดิมและสัดส่วนสินค้ามูลค่าเพิ่มช่วยหนุน Operating leverage ขณะที่ราคากระดาษที่กลับเข้าสู่วัฏจักรเริ่มฟื้นตัวช่วยลดแรงกดดันการแข่งขันด้านราคา ส่งผลให้ GPM คาดฟื้นจาก 16.3% ในปี 2569F เป็น 16.8% ในปี 2570F ประกอบกับสิทธิ BOI และต้นทุนทางการเงินที่ลดลง หนุนกำไรสุทธิจาก 150 ลบ.ในปี 2569F เป็น 177 ลบ.ในปี 2570F และเติบโตต่อเนื่องในปี 2571F



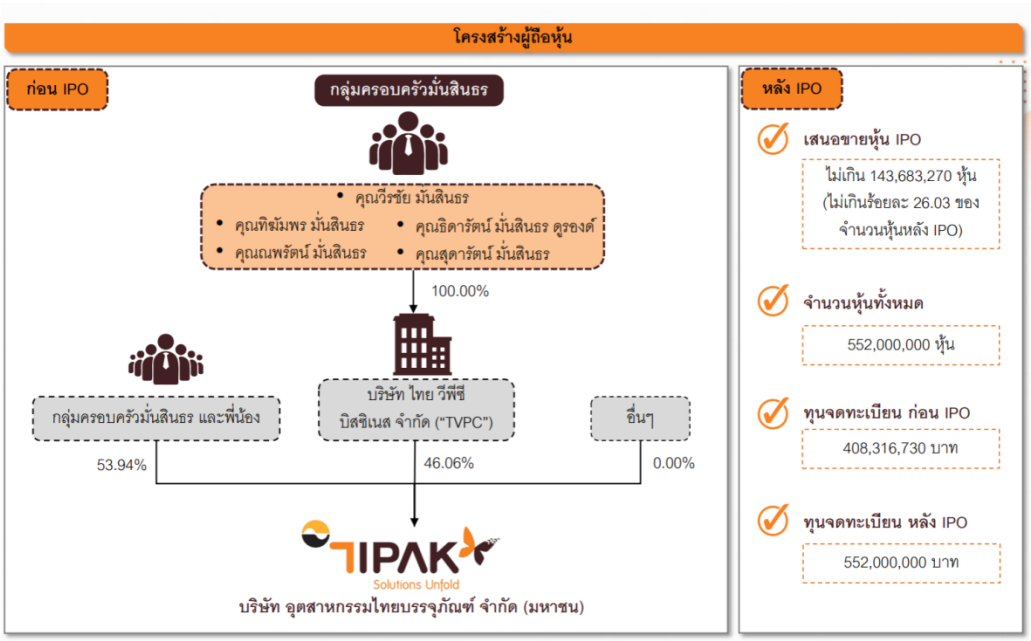
Source : Company data, LHSEC Estimates



Source : Company data, LHSEC Estimates

ประมาณการของเราสะท้อนการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยเราคาดรายได้เติบโต 6% และ 7%YoY ในปี 2569–70F ตามลำดับ ขณะที่ GPM ปี 2569F ยังอยู่ที่ 16.3% ใกล้เคียง 16.5% ในปี 2568 ก่อนฟื้นเป็น 16.8% ในปี 2570F สะท้อนว่าเรายังไม่ได้ตั้งสมมติฐานการฟื้นตัวของอัตรากำไรในเชิงรุกมากนัก โดย Upside ต่อประมาณการมาจากปริมาณขายและการฟื้นตัวของราคาขายที่เร็วกว่าคาด รวมถึงผลประหยัดต้นทุนจากเครื่องจักรใหม่ ขณะที่ Downside สำคัญคือการแข่งขันด้านราคาที่ยืดเยื้อ และต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นเร็วกว่าความสามารถในการปรับราคาขาย

เงิน IPO ช่วยเพิ่มฐานทุนรองรับการเติบโต พร้อมลดภาระทางการเงิน



Source : Company data

แผนเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนเป็นครั้งแรก (IPO) จำนวน 143.68 ล้านหุ้น ส่งผลให้จำนวนหุ้นเพิ่มจาก 408.32 ล้านหุ้น เป็น 552 ล้านหุ้น หรือเพิ่มขึ้น 35.2% โดยหุ้น IPO คิดเป็น 26.03% ของจำนวนหุ้นหลัง IPO การเสนอขายทั้งหมดเป็นหุ้นเพิ่มทุนใหม่ (Primary shares) ทำให้เงินระดมทุนเข้าสู่บริษัทโดยตรง เพื่อนำไปลงทุนเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต รองรับเงินทุนหมุนเวียน และชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน

รายชื่อผู้ถือหุ้น	ก่อนการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน		หลังการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน	
	จำนวนหุ้น	ร้อยละ	จำนวนหุ้น	ร้อยละ
1. ครอบครัวมั่นสินธร	220.26	54	220.26	40
2. บริษัท ไทย วีพีซี บิสซิเนส จำกัด	188.06	46	188.06	34
3. อื่นๆ	0.00	0	0.00	0
รวมผู้ถือหุ้นเดิม	408.32	100	408.32	74
4. หุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป		-	143.68	26
รวมทั้งหมด	408.32	100	552.00	100

ภายหลัง IPO ผู้ถือหุ้นเดิมยังคงถือหุ้นรวม 73.97% โดยครอบครัวมั่นสินธรถือ 39.90% และ บจ. ไทย วีพีซี บิสซิเนส ถือ 34.07% ขณะที่ประชาชนทั่วไปจะถือหุ้นรวม 26.03% ดังนั้น แม้ IPO จะเพิ่ม Free Float และฐานผู้ถือหุ้นใหม่ แต่โครงสร้างผู้ถือหุ้นหลักและอำนาจควบคุมกิจการโดยรวมยังไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

เงิน IPO ใช้ 3 ด้านหลัก: ลงทุนเครื่องจักร–เสริมเงินทุนหมุนเวียน–ลดหนี้

บริษัทกำหนดวัตถุประสงค์การใช้เงิน IPO ไว้ 3 ด้าน โดยเน้นทั้งการสร้างศักยภาพการเติบโตและเสริมความแข็งแกร่งของฐานะการเงิน

วัตถุประสงค์การใช้เงิน IPO	รายละเอียด	ระยะเวลา	ผลต่อธุรกิจ
ปรับปรุงและพัฒนาเครื่องจักรและอุปกรณ์	เพิ่มประสิทธิภาพกำลังการผลิต และรองรับปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นจากความต้องการสินค้าที่เพิ่มขึ้น	ปี 2570	Efficiency ↑ / Unit Cost ↓
• ยกระดับประสิทธิภาพการผลิตและระบบอัตโนมัติ ทั้ง 2 โรงงาน		ปี 2570	• ลดการใช้แรงงานคน • ลดอัตราการสูญเสียของวัตถุดิบ (Scrap rate) • เพิ่มอัตรากำไร
• นวัตกรรมการผลิตอัจฉริยะและโครงสร้างพื้นฐานดิจิตัล		ปี 2570	
• ควบคุมคุณภาพและเสริมสร้างเสถียรภาพการผลิต		ปี 2570	
เงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจ	ใช้รองรับการดำเนินธุรกิจทั้งในปัจจุบันและอนาคต รวมถึงรองรับการเติบโตของยอดขาย	ปี 2569 เป็นต้นไป	รองรับ Volume Growth / Working Capital
ชำระคืนเงินกู้ยืมจากสถาบันการเงิน	ชำระคืนเงินกู้ยืมระยะยาว เพื่อลดภาระหนี้สินและค่าใช้จ่ายทางการเงิน	ปี 2569 เป็นต้นไป	ต้นทุนทางการเงิน และความเสี่ยงทางการเงิน ลดลง

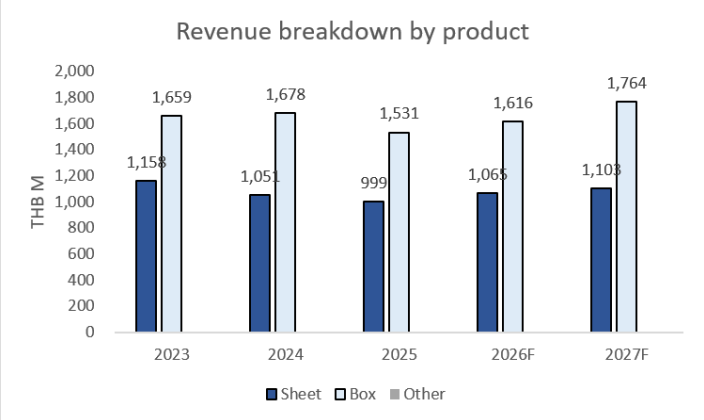
การลงทุนเครื่องจักรเป็นหัวใจสำคัญของการเติบโตหลัง IPO โดยบริษัทมีแผนลงทุนเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและกำลังการผลิต รองรับความต้องการสินค้าในอนาคต หากเครื่องจักรใหม่สามารถลดข้อจำกัดในกระบวนการผลิต เพิ่มปริมาณการผลิต และลดต้นทุนต่อหน่วยได้ จะช่วยสนับสนุนทั้งการเติบโตของรายได้และการฟื้นตัวของอัตรากำไรในระยะถัดไป

ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้นหลัง IPO จากการเพิ่มทุนและการชำระคืนหนี้ โดยหุ้น IPO ทั้งหมดเป็นหุ้นเพิ่มทุน ทำให้เงินระดมทุนเข้าสู่บริษัทโดยตรง ซึ่งบริษัทมีแผนนำเงินส่วนหนึ่งไปชำระคืนเงินกู้สถาบันการเงิน รวมถึงลงทุนปรับปรุงเครื่องจักรและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ส่งผลให้ภาระหนี้และต้นทุนทางการเงินมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นหลัง IPO ทำให้โครงสร้างเงินทุนแข็งแกร่งขึ้น และเพิ่มความยืดหยุ่นในการรองรับการลงทุนหรือโอกาสขยายธุรกิจในอนาคต

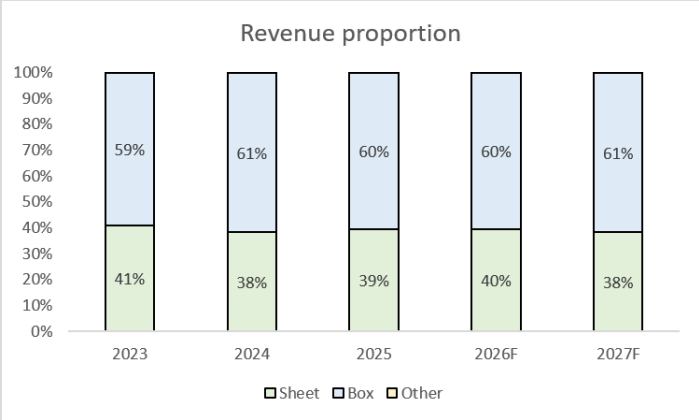
กระแสเงินสดมีแนวโน้มดีขึ้นตามการฟื้นตัวของกำไรและภาระทางการเงินที่ลดลง ขณะที่กำลังการผลิตเดิมยังมีพื้นที่รองรับการเติบโต ทำให้ความจำเป็นในการลงทุนเพื่อขยายกำลังการผลิตขนาดใหญ่ในระยะใกล้ยังจำกัด โดยเงินลงทุนส่วนใหญ่เน้นการปรับปรุงประสิทธิภาพเครื่องจักรและระบบอัตโนมัติ ประกอบกับภาระชำระหนี้และดอกเบี้ยที่ลดลงหลัง IPO ทำให้กระแสเงินสดที่เกิดจากการดำเนินงานสามารถนำกลับมาใช้สนับสนุนการเติบโตได้มากขึ้น และเพิ่มศักยภาพในการจ่ายเงินปันผลในระยะถัดไป อย่างไรก็ตาม ระดับเงินปันผลจริงยังขึ้นอยู่กับผลประกอบการ กระแสเงินสด และแผนการลงทุนของบริษัทในแต่ละช่วงเวลา

TIPAK ผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษลูกฟูกครบวงจรรายใหญ่ของไทย

TIPAK ดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายบรรจุภัณฑ์กระดาษลูกฟูกมากกว่า 50 ปี ครอบคลุมตั้งแต่แผ่นกระดาษลูกฟูก (Corrugated Sheet Board) ไปจนถึงกล่องกระดาษลูกฟูก (Corrugated Box) ในลักษณะ Made-to-order โดยผลิตตามขนาด รูปแบบ งานพิมพ์ และ Specification ของลูกค้าแต่ละราย โดยมีโรงงาน 2 แห่งในสมุทรสาครและปราจีนบุรี ซึ่งอยู่ใกล้ฐานอุตสาหกรรมสำคัญของประเทศ ช่วยเพิ่มความคล่องตัวในการให้บริการและบริหารต้นทุนขนส่ง

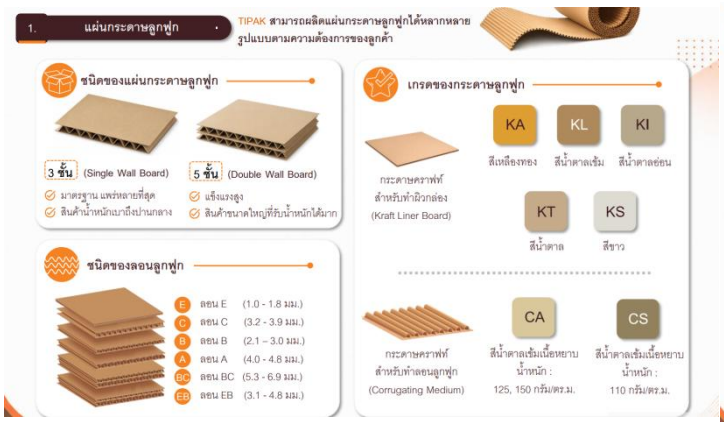


Source : Company data, LHSEC Estimates



Source : Company data, LHSEC Estimates

ผลิตภัณฑ์หลักแบ่งเป็น Corrugated Sheet และ Corrugated Box โดย Box มีมูลค่าเพิ่มสูงกว่า เนื่องจากผ่านกระบวนการเพิ่มเติมทั้งการออกแบบ การพิมพ์ การไดคัท และการขึ้นรูปตามความต้องการของลูกค้า ทำให้มีทั้งราคาขายและอัตรากำไรสูงกว่า Sheet ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Corrugated Box มีสัดส่วนราว 59–61% ของรายได้ ขณะที่ Corrugated Sheet มีสัดส่วนราว 38–41% สะท้อนว่า Product mix improvement ยังเป็น Opportunity มากกว่าสิ่งที่เกิดขึ้นแล้ว และการเพิ่มสัดส่วนผลิตภัณฑ์มูลค่าเพิ่มจึงเป็นหนึ่งในตัวแปรสำคัญต่อการยกระดับ Margin ในระยะยาว



Source : Company data

Source : Company data

ฐานลูกค้ากระจายตัวในหลากหลายอุตสาหกรรม

Source : Company data

ฐานลูกค้ามากกว่า 775 รายช่วยจำกัดความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้ารายใดรายหนึ่ง โดยนอกจากกระจายในหลากหลายอุตสาหกรรมแล้ว ลูกค้ารายใหญ่ที่สุดมีสัดส่วนรายได้ไม่เกินประมาณ 5% ทำให้ความเสี่ยงด้าน Customer concentration อยู่ในระดับจำกัด ขณะที่ในเชิงอุตสาหกรรม รายได้หลักยังมาจากการพิมพ์และบรรจุภัณฑ์ 39% และอาหารและเครื่องดื่ม 30% ในปี 2568 หรือรวมกัน 69% ส่วนที่เหลือกระจายในเยื่อและกระดาษ 5% ยาและเครื่องมือแพทย์ 5% พลาสติก 4% เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ 2% และเครื่องปรับอากาศและเครื่องทำความเย็น 2% ทำให้ Demand ของ TIPAK เชื่อมโยงกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลายส่วน

กลุ่มอุตสาหกรรม	2567	2568
การพิมพ์และบรรจุภัณฑ์	39%	39%
อาหารและเครื่องดื่ม	29%	30%
เยื่อและกระดาษ	6%	5%
ยาและเครื่องมือแพทย์	5%	5%
พลาสติก	5%	4%
เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์	3%	2%
เครื่องปรับอากาศและเครื่องทำความเย็น	2%	2%
อื่นๆ	11%	13%

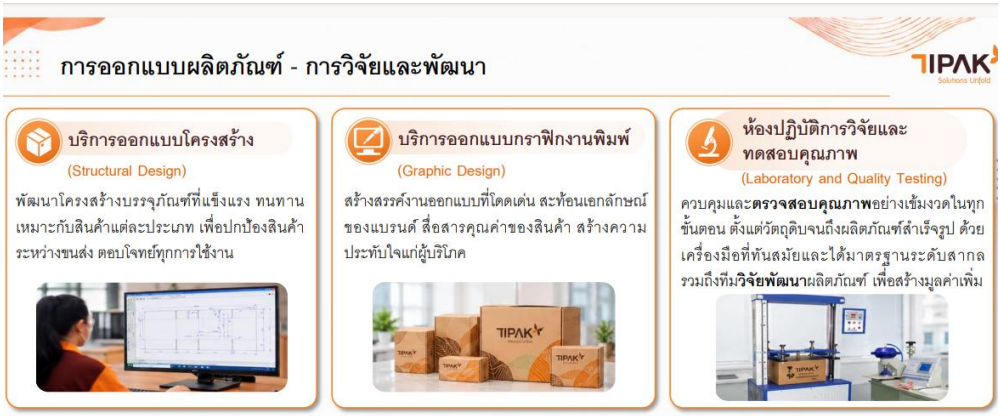
แม้รายได้ของ TIPAK มาจากการจำหน่ายในประเทศทั้งหมด แต่ลูกค้าบางส่วนเป็นผู้ผลิตสินค้าสำหรับส่งออก ทำให้บริษัทมีความเชื่อมโยงกับภาคส่งออกทางอ้อมผ่านห่วงโซ่อุปทานของลูกค้าในประเทศ โดยบริษัทมีมาตรฐานรองรับการผลิตหลายประเภท อาทิ FSC, BRC, GHPs, HACCP, ISO 9001 และ ISO 14001 ซึ่งช่วยรองรับลูกค้าในอุตสาหกรรมที่มีข้อกำหนดด้านคุณภาพและมาตรฐานสูง โดยเฉพาะอาหาร ยา และผู้ผลิตสินค้าสำหรับตลาดต่างประเทศ อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการของบริษัทยังคงมีความสัมพันธ์กับกิจกรรมการผลิตและการบริโภคในประเทศเป็นหลัก ขณะที่สัดส่วนรายได้โดยตรงต่อ E-commerce, Electronics และอุตสาหกรรม Growth อื่นยังมีขนาดค่อนข้างเล็ก

Source : Company data

Value-added และ Specialty Packaging เป็น Upside ต่อ Product mix ในระยะยาว

TIPAK มีโอกาสขยับจากบรรจุภัณฑ์พื้นฐานไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่มีความซับซ้อนและมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น นอกจากความสามารถด้าน Structural & Graphic Design, Flexo Printing, Die-cut และ In-house Testing แล้ว บริษัทยังมีการวิจัยและพัฒนาคุณสมบัติของบรรจุภัณฑ์ให้เหมาะกับการใช้งานเฉพาะด้าน เช่น การป้องกันความชื้นและน้ำ การป้องกันเชื้อราและจุลินทรีย์ การช่วยยืดอายุผักและผลไม้ รวมถึงบรรจุภัณฑ์สำหรับการขนส่งระยะไกลและ E-commerce ซึ่งช่วยเพิ่มความแตกต่างของผลิตภัณฑ์เมื่อเทียบกับบรรจุภัณฑ์พื้นฐานที่การแข่งขันอิงราคาค่อนข้างสูง

แผนลงทุนหลัง IPO มีส่วนสนับสนุนทิศทางดังกล่าว ผ่านการเพิ่ม Automation และปรับปรุงเครื่องจักรสำหรับการผลิตกล่องพิมพ์ลายและ Value-added Packaging อาทิ Robot Palletizer & Feeder, Automated Warehouse System และ Core Machinery Optimization รวมถึงระบบตรวจสอบข้อบกพร่องและควบคุมคุณภาพ โดยการลงทุนมีเป้าหมายทั้งเพิ่มประสิทธิภาพ ลดของเสีย ลดการใช้แรงงานในบางกระบวนการ และเพิ่มความสามารถในการผลิตสินค้าที่มีความซับซ้อนมากขึ้น เรามองว่าการเพิ่มสัดส่วน Value-added และ Specialty Packaging เป็น Upside ต่อ Product mix และ Margin ในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ประมาณการปัจจุบันยังไม่ได้ตั้งสมมติฐานการเปลี่ยน Product mix ในเชิงรุก เนื่องจากต้องติดตามการรับรู้รายได้และการขยายผลิตภัณฑ์ดังกล่าวในเชิงพาณิชย์เพิ่มเติม



Source : Company data

จุดเด่นและความสามารถในการแข่งขัน

ประสบการณ์กว่า 50 ปีและขนาดธุรกิจช่วยสร้างความได้เปรียบด้านการดำเนินงาน TIPAK เป็นหนึ่งในผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์กระดาษลูกฟูกรายใหญ่ของประเทศ โดยดำเนินธุรกิจมากกว่า 50 ปี ผ่านทั้งวัฏจักรราคากระดาษ ภาวะเศรษฐกิจ และการแข่งขันในอุตสาหกรรมมาหลายรอบ ขนาดการผลิตช่วยให้เกิด Economies of Scale ทั้งด้านการผลิตและการจัดหาวัตถุดิบ ประกอบกับฐานลูกค้ามากกว่า 775 ราย และความสามารถในการผลิตตั้งแต่คำสั่งซื้อขนาดเล็กไปจนถึงปริมาณมาก ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการรองรับความต้องการของลูกค้า เรามองว่าประสบการณ์และ Scale จึงมีความสำคัญในอุตสาหกรรมที่ต้นทุนวัตถุดิบผันผวนและการแข่งขันด้านราคาค่อนข้างสูง

ทำเลโรงงาน 2 แห่งใกล้ฐานอุตสาหกรรมสำคัญ ช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันด้าน Logistics และการให้บริการลูกค้า บริษัทมีโรงงานใน สมุทรสาครและปราจีนบุรี ซึ่งเป็นพื้นที่ที่เชื่อมโยงกับฐานการผลิตและนิคมอุตสาหกรรมสำคัญของประเทศ ทำให้สามารถเข้าถึงลูกค้าอุตสาหกรรมได้ทั้งบริเวณกรุงเทพฯ และปริมณฑล รวมถึงภาคตะวันออก โดยทำเลมีความสำคัญต่อธุรกิจ เนื่องจากผลิตภัณฑ์มีขนาดค่อนข้างใหญ่เมื่อเทียบกับมูลค่าสินค้า ทำให้ต้นทุนและระยะเวลาขนส่งมีผลต่อการแข่งขัน การอยู่ใกล้ฐานลูกค้าจึงช่วยลดระยะเวลา เพิ่มความคล่องตัวในการรองรับคำสั่งซื้อ และลดระยะทางขนส่งเมื่อเทียบกับผู้ผลิตที่ตั้งอยู่ไกลจากลูกค้า

ความสามารถในการผลิตแบบ Made-to-order และมาตรฐานที่หลากหลาย ช่วยลดการแข่งขันด้วยราคาเพียงอย่างเดียว TIPAK มีความสามารถตั้งแต่ Structural & Graphic Design, Flexo Printing, Die-cut, In-house Testing ไปจนถึงการพัฒนาบรรจุภัณฑ์ตาม Specification ของลูกค้า ประกอบกับมาตรฐานด้านคุณภาพ ความปลอดภัย และสิ่งแวดล้อม เช่น FSC, BRC, GHPs, HACCP, ISO 9001 และ ISO 14001 ทำให้สามารถรองรับลูกค้าในอุตสาหกรรมที่มีข้อกำหนดสูง เช่น อาหาร ยา และผู้ผลิตสินค้าเพื่อการส่งออก เรามองว่าความสามารถดังกล่าวช่วยเพิ่ม Customer stickiness เนื่องจากลูกค้าไม่ได้พิจารณาเพียงราคากล่อง แต่ยังต้องคำนึงถึงคุณภาพ ความสม่ำเสมอของผลิตภัณฑ์ การผ่านมาตรฐาน และความสามารถในการผลิตตามข้อกำหนด โดยเฉพาะเมื่อบรรจุภัณฑ์เป็นส่วนหนึ่งของกระบวนการผลิตและ Supply chain ของลูกค้า

Structural Growth Opportunities

Paperization & ESG : แนวโน้มลดการใช้ Single-use plastic และเพิ่มการใช้วัสดุที่สามารถรีไซเคิลได้ สนับสนุนโอกาสที่ Paper-based Packaging จะเข้าไปทดแทนพลาสติกในบางประเภท ขณะที่ความเสี่ยงที่พลาสติกจะกลับมาทดแทนกระดาษในงานที่กระดาษเหมาะสมอยู่แล้วค่อนข้างจำกัด

E-commerce & Logistics : การเติบโตของ E-commerce และศูนย์กระจายสินค้า เพิ่มจำนวนครั้งของการบรรจุ จัดเก็บและขนส่งสินค้า สนับสนุน Demand กล่องลูกฟูก โดยเฉพาะบรรจุภัณฑ์ที่ต้องออกแบบให้เหมาะกับสินค้าและการขนส่ง

High-value Products : Electronics และสินค้ามูลค่าสูง รวมถึงอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้องกับ Data center มีความต้องการ Packaging เพื่อป้องกันความเสียหายระหว่างขนส่งสูงกว่าสินค้าทั่วไป สร้างโอกาสต่อ Specialty Packaging แต่ปัจจุบันยังไม่ควรนับเป็น Earnings driver หลักของ TIPAK เนื่องจาก Exposure ที่เปิดเผยยังมีขนาดเล็ก

แนวโน้มอุตสาหกรรมของกลุ่มลูกค้าหลัก

กลุ่มลูกค้า 7 อุตสาหกรรมข้างล่างนี้คิดเป็น 87% ของรายได้รวมปี 2568

กลุ่มอุตสาหกรรม	% รายได้ ปี 2568	แนวโน้มการผลิต ปี 2569	ปัจจัยสนับสนุนหลัก
การพิมพ์และบรรจุภัณฑ์	39%	+2.00 - 3.00%	การขยายตัวของธุรกิจออนไลน์ ความต้องการบรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม
อาหารและเครื่องดื่ม	30%	+5.00%	การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว ความต้องการอาหารพร้อมทาน และอาหาร-เครื่องดื่มเพื่อสุขภาพ
เยื่อและกระดาษ	5%	ทรงตัว	ธุรกิจออนไลน์ขยายตัว และแรงกดดันจากการห้ามใช้พลาสติกในหลายประเทศ
ยาและเครื่องมือแพทย์	5%	ยา +10.00% เครื่องมือแพทย์ -5.00 ถึง -10.00%	สังคมผู้สูงอายุ การท่องเที่ยวเชิงสุขภาพและนโยบายสนับสนุน Medical Hub
พลาสติก	4%	ทรงตัว	คำสั่งซื้อจากต่างประเทศ และการเติบโตของธุรกิจ Food Delivery
เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์	2%	ทรงตัว	วัฏจักราขาขึ้นของสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ และการลงทุนใน Smart Appliances
เครื่องปรับอากาศและเครื่องทำความเย็น	2%	+8.00%	ความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากภาวะโลกร้อน และคำสั่งซื้อจากต่างประเทศ

Source : Company data , สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

กำลังการผลิตเดิมยังมีพื้นที่รองรับการเติบโต

ทั้งกำลังการผลิตและพื้นที่โรงงานยังมี Headroom รองรับการเติบโต TIPAK มีฐานการผลิต 2 แห่ง โดยโรงงานสมุทรสาครมีพื้นที่รวม 74 ไร่ ใช้งานแล้วราว 25 ไร่ หรือประมาณ 34% ของพื้นที่ ขณะที่โรงงานปราจีนบุรีมีพื้นที่รวม 84 ไร่ ใช้งานแล้ว 36 ไร่ หรือประมาณ 43% ทำให้ยังเหลือพื้นที่รวมราว 97 ไร่ สำหรับรองรับการปรับปรุงสายการผลิตหรือการขยายตัวในอนาคต ขณะที่ในเชิงเครื่องจักร ปี 2568 บริษัทมีกำลังการผลิต Sheet 145,025 ตัน/ปี Utilization 75% และ Box 174.24 ล้านกล่อง/ปี Utilization เพียง 54% สะท้อนว่าการเติบโตในระยะใกล้ยังสามารถเกิดขึ้นผ่านการใช้สินทรัพย์เดิมได้ โดยไม่จำเป็นต้องลงทุนสร้างโรงงานใหม่ขนาดใหญ่

โรงงาน / ผลิตภัณฑ์	2568			2567
	Capacity	Utilization	U Rate	U Rate
Sheet	145,025	109,333	75%	77%
สมุทรสาคร	96,854	78,504	81%	83%
ปราจีนบุรี	48,171	30,829	64%	67%
Box	174	94	54%	64%
สมุทรสาคร	108	61	56%	65%
ปราจีนบุรี	66	33	50%	63%

หาก Demand ฟื้นและบริษัทสามารถเพิ่ม Box volume ได้ ต้นทุนคงที่สามารถถูกเฉลี่ยบนปริมาณผลิตที่สูงขึ้น ซึ่งมีโอกาสสนับสนุน Margin ควบคู่ไปกับ Product mix ที่ดีขึ้น โดยเฉพาะ Box ซึ่งเป็นสินค้าที่บริษัทระบุว่ามีราคาขายและกำไรสูงกว่า Sheet

Source : Company data

อย่างไรก็ตาม Utilization ที่ลดลงในปี 2568 ก็มีอีกด้านหนึ่ง คือสะท้อนว่ากำลังการผลิตที่มีอยู่ยังไม่ได้ถูกใช้ประโยชน์เต็มที่ ดังนั้นในระยะสั้น การเพิ่ม Utilization ของเครื่องจักรเดิมอาจมีความสำคัญต่อผลตอบแทนมากกว่าการเพิ่ม Capacity เพียงอย่างเดียว

Automation เน้นเพิ่ม Efficiency มากกว่าการเพิ่ม Capacity เพียงอย่างเดียว

แม้ปัจจุบัน TIPAK ยังมีกำลังการผลิตส่วนเกินรองรับการเติบโต โดยเฉพาะฝั่ง Box โดยบริษัทมีแผนลงทุนหลัง IPO ใน Robot Palletizer & Feeder, Automated Warehouse System และ Core Machinery Optimization รวมถึงระบบควบคุมคุณภาพ เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตและเสริมกำลังผลิตของกล่องพิมพ์ลายและ Value-added Packaging

ดังนั้น เรามองว่าประโยชน์ของ CAPEX รอบใหม่ควรประเมินผ่าน Efficiency, Cost saving, และ Product mix มากกว่าการมอง Capacity expansion เพียงอย่างเดียว เนื่องจากกำลังการผลิตเดิมยังมีพื้นที่รองรับ Volume growth อยู่แล้ว

โครงสร้างต้นทุนมีโอกาสดีขึ้นจาก Paper spread และประสิทธิภาพการผลิต

ต้นทุนกระดาษยังเป็นตัวแปรสำคัญที่สุดต่ออัตรากำไร โดยต้นทุนกระดาษม้วนอยู่ที่ 1,665 ลบ. ในปี 2568 หรือราว 70% ของต้นทุนดำเนินงานทั้งหมด ลดลงจาก 1,920 ลบ. หรือราว 75% ในปี 2566 ตามวัฏจักรราคากระดาษที่อ่อนตัวลง อย่างไรก็ตาม ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงไม่ได้ส่งผ่านเป็น Margin ทั้งหมด เนื่องจากการแข่งขันด้านราคาทำให้ราคาขายปรับลดตาม ดังนั้น ตัวแปรสำคัญต่อการฟื้นตัวของ GPM ในระยะถัดไปจึงอยู่ที่ Paper spread หรือความสามารถในการปรับราคาขายเมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนกระดาษ โดยหากภาวะการแข่งขันด้านราคาดีขึ้นและราคาขายปรับขึ้นเร็วกว่าต้นทุนวัตถุดิบ จะเป็นแรงหนุนสำคัญต่ออัตรากำไร

ต้นทุนบุคลากรเป็นต้นทุนรองที่มีโอกาสได้ประโยชน์จาก Automation เมื่อรวมค่าใช้จ่ายบุคลากรทั้งส่วนการผลิต การขาย และบริหาร ต้นทุนเพิ่มจากราว 224 ลบ. ในปี 2566 เป็น 261 ลบ. ในปี 2568 หรือเพิ่มจากราว 9% เป็น 11% ของต้นทุนดำเนินงาน โดยส่วนหนึ่งเกี่ยวข้องกับการเพิ่มบุคลากรในช่วงเตรียมความพร้อมเข้าจดทะเบียน ขณะที่การลงทุนเครื่องจักรและ Automation หลัง IPO มีเป้าหมายลดการใช้แรงงานในบางกระบวนการและลดการสูญเสียวัตถุดิบระหว่างการผลิต ซึ่งจะช่วยเพิ่ม Productivity และลดต้นทุนต่อหน่วย ทั้งนี้ เรายังมองประโยชน์จาก Automation ในลักษณะของการชะลอการเพิ่มขึ้นของต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพ มากกว่าตั้งสมมติฐานให้ค่าใช้จ่ายบุคลากรลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ต้นทุนพลังงานและค่าขนส่งมีน้ำหนักจำกัดเมื่อเทียบกับกระดาษและบุคลากร โดยต้นทุนพลังงานลดจากราว 91 ลบ. ในปี 2566 เหลือ 69 ลบ. ในปี 2568 หรือไม่ถึง 3% ของต้นทุนดำเนินงาน ขณะที่บริษัทมีการใช้ Solar Rooftop เพื่อช่วยเพิ่มประสิทธิภาพด้านพลังงาน ส่วนค่าขนส่งอยู่ที่ราว 92 ลบ. หรือประมาณ 4% ของต้นทุนดำเนินงาน และค่อนข้างทรงตัวในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา แม้ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจกดดันต้นทุนขนส่ง แต่ผลกระทบต่อ Margin โดยรวมยังต่ำกว่าความผันผวนของ Paper spread อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่แนวทางใช้ผู้ให้บริการภายนอกด้านการขนส่งอาจช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารต้นทุน

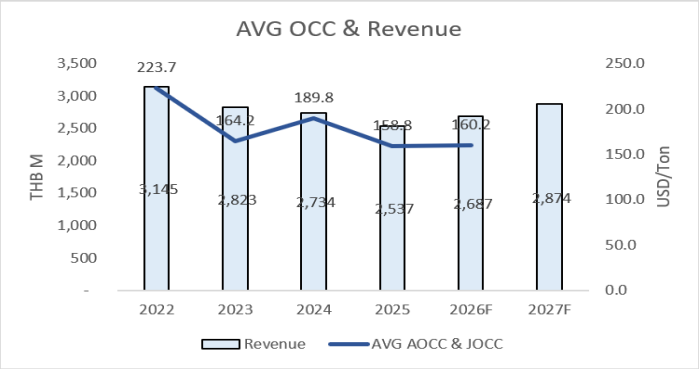
ต้นทุนดำเนินงาน (ลบ.)	2023	2024	2025	% ของต้นทุนปี 2025
กระดาษม้วน	1,920	1,793	1,665	70%
บุคลากร	224	240	261	11%
พลังงาน/พลังงานทดแทน	91	84	69	3%
วัสดุสิ้นเปลือง	81	83	73	3%
ค่าขนส่ง	91	95	92	4%
ค่าเสื่อมราคา	69	71	86	4%
ค่าซ่อมบำรุง	48	45	46	2%
ค่าบริการ	18	31	41	2%
อื่นๆ	~32	~46	~44	~1.9%
รวม	~2,574	2,488	~2,377	~100%

อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์มีแนวโน้มฟื้นตัว ตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจและวัฏจักรราคากระดาษ

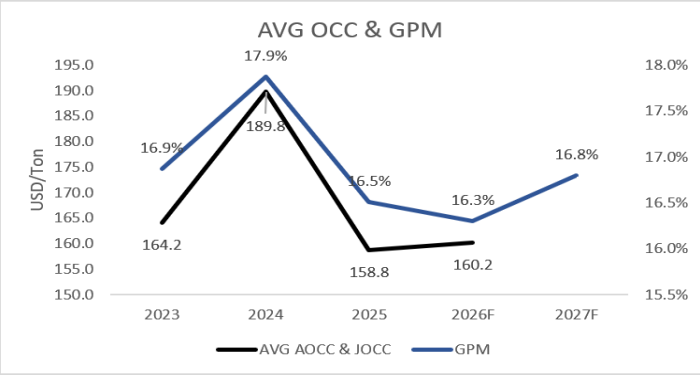
อุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์กระดาษมีลักษณะเติบโตตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และอุตสาหกรรมปลายทางเนื่องจากบรรจุภัณฑ์เป็นสินค้าขั้นกลางที่ใช้ในหลากหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอาหารและเครื่องดื่ม สินค้าอุปโภคบริโภค การพิมพ์และบรรจุภัณฑ์ เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ รวมถึง E-commerce ขณะที่ความต้องการระยะยาวยังได้รับแรงสนับสนุนจากแนวโน้มลดการใช้พลาสติกและเพิ่มการใช้วัสดุที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้ อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมมีการแข่งขันด้านราคาค่อนข้างสูง เนื่องจากผลิตภัณฑ์พื้นฐานมีความแตกต่างจำกัด ทำให้ ราคาวัตถุดิบ ภาวะอุปสงค์–อุปทาน และ Utilization ของผู้ผลิต เป็นตัวแปรสำคัญต่อความสามารถในการทำกำไร

อุปสงค์ในประเทศเป็นปัจจัยหลักต่อการเติบโตของ TIPAK เนื่องจากรายได้ทั้งหมดมาจากตลาดในประเทศ โดยบริษัทมีฐานลูกค้ากว่า 775 ราย กระจายในหลากหลายอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม รายได้ประมาณ 69% ในปี 2568 มาจาก 2 อุตสาหกรรมหลัก ได้แก่ การพิมพ์และบรรจุภัณฑ์ 39% และอาหารและเครื่องดื่ม 30% ขณะที่อุตสาหกรรมยาและเครื่องมือแพทย์ เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ และเครื่องปรับอากาศเป็นฐานลูกค้ารองที่มีโอกาสเติบโตในระยะถัดไป

การแข่งขันสูงทำให้วัฏจักรราคากระดาษมีผลต่อภาวะการแข่งขันด้านราคาของอุตสาหกรรม แม้อุปสงค์บรรจุภัณฑ์มีแนวโน้มเติบโต แต่ผลิตภัณฑ์พื้นฐานมีความแตกต่างจำกัดและต้นทุนกระดาษมีสัดส่วนสูง ทำให้การแข่งขันด้านราคาเป็นตัวแปรสำคัญต่อความสามารถในการทำกำไร โดยในช่วงที่ราคากระดาษเข้าสู่วัฏจักรขาลง ผู้ผลิตมีแรงจูงใจลดราคาขายเพื่อรักษาปริมาณและ Utilization ส่งผลให้ราคาขายอาจลดลงเร็วกว่าต้นทุนวัตถุดิบ ดังที่เกิดขึ้นกับ TIPAK ในปี 2568 ซึ่งแม้ต้นทุนกระดาษม้วนลดลง 7%YoY แต่ GPM ก็ลดจาก 17.9% เป็น 16.5% สะท้อนว่าความสามารถในการทำกำไรขึ้นอยู่กับ Paper spread และระดับการแข่งขันด้านราคา มากกว่าทิศทางต้นทุนวัตถุดิบเพียงอย่างเดียว



Source : Company data, LHSEC Estimates



Source : Company data, LHSEC Estimates

ข้อมูลในช่วง 3 ปีล่าสุดสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างวัฏจักรราคากระดาษกับผลประกอบการ ของ TIPAK ในระดับหนึ่ง โดยราคา AOCC/JOCC ที่ฟื้นตัวในปี 2567 เกิดขึ้นพร้อมกับ GPM ที่เพิ่มจาก 16.9% เป็น 17.9% ก่อนที่ราคาเศษกระดาษและ GPM จะกลับมาอ่อนตัวในปี 2568 ขณะที่รายได้ลดลงต่อเนื่องจาก 2.82 พันลบ. ในปี 2566 เหลือ 2.54 พันลบ. ในปี 2568 ท่ามกลางภาวะการแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ราคาเศษกระดาษที่เริ่มกลับมาฟื้นในปี 2569 จึงเป็นสัญญาณบวกต่อ ภาวะการแข่งขันด้านราคาและมีโอกาสช่วยลดแรงกดดันการแข่งขันด้านราคาในระยะถัดไป อย่างไรก็ตาม GPM ยังขึ้นอยู่กับการส่งผ่านต้นทุน Product mix ปริมาณขาย และ Utilization ของบริษัทด้วย

Source : สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง – อุตสาหกรรม, Krungthai COMPASS

Source : สำนักงานเศรษฐกิจการคลัง – อุตสาหกรรม, Krungthai COMPASS

การประเมินมูลค่า

ประเมินราคาเหมาะสมของ TIPAK ที่ 2.40 บ. อิง P/E ปี 2570F ที่ 7.5 เท่ามีส่วนลดจากค่าเฉลี่ยกลุ่มบรรจุภัณฑ์ที่ราว 8.3 เท่า โดยเลือกใช้ประมาณการปี 2570F เนื่องจากเป็นปีที่การฟื้นตัวของรายได้และอัตรากำไรเริ่มสะท้อนในผลประกอบการชัดเจนขึ้น พร้อมแรงหนุนจากประสิทธิภาพการผลิตและต้นทุนทางการเงินที่ลดลงหลัง IPO ทั้งนี้ เราให้ส่วนลดจากค่าเฉลี่ยกลุ่มเพื่อสะท้อนความเสี่ยงจากวัฏจักรราคากระดาษ การแข่งขันด้านราคา และการฟื้นตัวของ GPM ที่ยังต้องพิสูจน์ อย่างไรก็ตาม กำไรที่มีแนวโน้มฟื้นต่อเนื่อง ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่คาดว่าอยู่ในระดับน่าสนใจ ช่วยจำกัดความจำเป็นในการให้ส่วนลดที่สูงกว่านี้

Peer Comparison (PKG)

Company	Price 21-Aug-26 (Bt)	Market Cap (THB฿m)	EPS 2025A (Btm)	EPS 2026F (Btm)	EPS 2027F (Btm)	Net EPS Growth 2026F(%)	PE 2025A (x)	PE 2026A (x)	PE 2027F (x)	P/B 2025A (x)	P/B 2026A (x)	Yield 2025 (%)	Yield 2026A (%)	ROE 2025 (%)	ROE 1H26A (%)	D/E 2025 (x)	D/E 1H26A (x)	%NPM 2025A (%)	%NPM 1H26A (%)
TIPAK TB	N/A	N/A	0.22	0.27	0.32	23.79	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	11.81	12.07	1.06	0.76	4.65	5.39
UTP TB	9.30	5,623	0.79	0.98	1.12	24.05	9.17	9.63	8.30	0.01	1.21	8.67	6.4	10.77	12.90	0.09	0.11	13.57	18.72
TPP TB	12.80	476	1.31	N/A	N/A	N/A	11.40	6.65	N/A	0.43	0.50	4.13	7.8	5.17	7.62	0.15	0.16	17.75	24.46
STP TB	12.10	1,200	1.65	N/A	N/A	N/A	5.79	7.07	N/A	1.14	1.28	6.67	5.5	19.66	19.10	0.20	0.22	20.94	21.78
SPACK TB	1.72	513	0.11	N/A	N/A	N/A	11.86	11.10	N/A	0.47	0.73	N/A	N/A	4.82	6.80	0.74	0.76	3.13	4.33
TPAC TB	10.10	3,070	1.46	N/A	N/A	N/A	6.69	5.97	N/A	0.95	1.06	4.63	4.3	16.63	18.77	1.44	1.50	7.32	7.79
Average							**8.32**	**8.25**		**0.44**	**1.12**	**6.70**	**5.48**	**12.88**	**14.72**	**0.52**	**0.55**	**12.31**	**15.55**

ราคาเหมาะสมดังกล่าวยังสะท้อนส่วนลดเมื่อพิจารณาด้วย P/BV โดยราคาเป้าหมาย 2.40 บาท เทียบกับ BVPS ปี 2570F ที่ 2.59 บาท คิดเป็น P/BV ราว 0.93 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ประมาณ 1.1 เท่า สอดคล้องกับส่วนลดจากวิธี P/E ขณะที่ DPS ปี 2570F ที่ 0.14 บาท คิดเป็น Dividend Yield ราว 5.8% เมื่อเทียบกับราคาเหมาะสมของเรา ช่วยสนับสนุน Valuation ดังกล่าว

EPS (THB/Share)				
	2025	2026E	2027E	2028E
P/E(x)	0.22	0.27	0.32	0.34
6.00	1.32	1.63	1.92	2.02
6.50	1.43	1.77	2.08	2.19
7.00	1.54	1.90	2.24	2.36
7.50	1.65	2.04	**2.40**	2.53
8.00	1.76	2.17	2.56	2.69
8.50	1.87	2.31	2.72	2.86

Source : Company data, LHSEC Estimates

ปัจจัยเสี่ยงหลัก

1. ***ความผันผวนของราคากระดาษและวัตถุดิบ*** กระดาษคราฟท์เป็นวัตถุดิบหลักในการผลิต ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคากระดาษมีผลโดยตรงต่อต้นทุนการผลิต หากราคาวัตถุดิบปรับขึ้นเร็วกว่าความสามารถในการปรับราคาขาย อาจกดดัน GPM และทำให้การฟื้นตัวของกำไรต่ำกว่าประมาณการ

2. ***การแข่งขันด้านราคาในอุตสาหกรรม*** ผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์กระดาษพื้นฐานมีความแตกต่างค่อนข้างจำกัด ทำให้การแข่งขันด้านราคายังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญ โดยเฉพาะในช่วงที่อุปสงค์อ่อนแอหรือ Utilization ของอุตสาหกรรมอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งอาจทำให้ผู้ผลิตลดราคาขายเพื่อรักษาปริมาณและส่วนแบ่งตลาด ส่งผลให้ ASP และ Margin ฟื้นตัวช้ากว่าคาด

3. ***การฟื้นตัวของอุปสงค์จากอุตสาหกรรมปลายทาง*** รายได้ของ TIPAK ขึ้นอยู่กับกิจกรรมของอุตสาหกรรมลูกค้า โดยเฉพาะกลุ่มการพิมพ์และบรรจุภัณฑ์ รวมถึงอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งรวมกันคิดเป็นสัดส่วนรายได้ราว 69% ในปี 2568 หากเศรษฐกิจและกิจกรรมการผลิตในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด อาจส่งผลให้ปริมาณขายและ Utilization ต่ำกว่าสมมติฐาน

4. ***ประสิทธิภาพการผลิตอาจดีขึ้นช้ากว่าคาด*** ประมาณการของเราส่วนหนึ่งสะท้อนประโยชน์จากการลงทุนปรับปรุงเครื่องจักร ระบบอัตโนมัติ และการเพิ่ม Utilization หากการลดต้นทุนต่อหน่วยหรือการเพิ่มประสิทธิภาพทำได้ช้ากว่าคาด อาจทำให้ GPM และกำไรฟื้นตัวต่ำกว่าประมาณการ

ESG

Source : Company data

ธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระดาษสอดคล้องกับแนวโน้ม Circular Economy และการลดการใช้พลาสติก ผลิตภัณฑ์หลักของ TIPAK ได้แก่ แผ่นกระดาษลูกฟูกและกล่องกระดาษลูกฟูก ซึ่งสามารถนำกลับมารีไซเคิลและใช้เป็นวัตถุดิบหมุนเวียนได้ จึงมีโอกาสได้รับประโยชน์จากแนวโน้มของภาคธุรกิจที่ให้ความสำคัญกับบรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น รวมถึงการลดการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติก อย่างไรก็ตาม ผลเชิงบวกต่อการเติบโตยังขึ้นอยู่กับความต้องการของลูกค้าและความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนและคุณภาพของบริษัท

E – Environment: ให้ความสำคัญกับการใช้ทรัพยากรและเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต โดยลักษณะธุรกิจมีการใช้กระดาษ พลังงาน และทรัพยากรในการผลิตค่อนข้างมาก ทำให้การลดของเสียจากกระบวนการผลิต การนำเศษวัสดุกลับมาใช้ประโยชน์ และการลงทุนเครื่องจักรที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพเป็นปัจจัยสำคัญต่อทั้งการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและต้นทุนการผลิตในระยะยาว ทั้งนี้ บริษัทมีการติดตั้ง Solar Rooftop ในโรงงานทั้ง 2 แห่ง รวมถึงใช้พลังงาน Biomass และมีระบบจัดการของเสียและน้ำเสียจากกระบวนการผลิต

S – Social: ให้ความสำคัญกับความปลอดภัย การพัฒนาบุคลากร และการอยู่ร่วมกับชุมชน บริษัทกำหนดเป้าหมายอุบัติเหตุจากการทำงานเป็น “ศูนย์” พร้อมกำหนดมาตรการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย ขณะที่นโยบายด้านสิทธิมนุษยชนครอบคลุมการไม่เลือกปฏิบัติ ความเท่าเทียม การไม่ใช้แรงงานอายุต่ำกว่า 18 ปีและแรงงานผิดกฎหมาย รวมถึงส่งเสริมการอบรมและพัฒนาทักษะพนักงานอย่างต่อเนื่อง สำหรับชุมชน บริษัทมีช่องทางรับฟังความคิดเห็นและดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคม อาทิ การช่วยเหลือผู้ประสบภัย การสนับสนุนชุมชนและผู้พิการ รวมถึงกิจกรรมอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมร่วมกับชุมชน

G – Governance: มีกรอบการกำกับดูแลและการบริหารผู้มีส่วนได้เสียที่ค่อนข้างชัดเจนรองรับการเข้าสู่ตลาดทุน บริษัทกำหนดนโยบายด้านธรรมาภิบาลให้ยึดหลักคุณธรรม ความโปร่งใส การปฏิบัติตามกฎหมายและจรรยาบรรณทางธุรกิจ รวมถึงมีนโยบายต่อต้านการทุจริตคอร์รัปชัน การบริหารความเสี่ยง และการเปิดเผยข้อมูล โดยคณะกรรมการบริษัทกำหนดให้ทบทวนนโยบายด้านความยั่งยืนอย่างน้อยปีละครั้ง นอกจากนี้ กระบวนการจัดซื้อจัดจ้างกำหนดหลักความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อคู่ค้า และบริษัทกำหนดให้ประเมินความคาดหวังของผู้มีส่วนได้เสียอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก TIPAK อยู่ในช่วงเริ่มต้นของการเป็นบริษัทจดทะเบียน จึงยังต้องติดตามพัฒนาการด้านการเปิดเผยข้อมูลและมาตรฐาน Governance ภายหลังเข้าตลาดเพิ่มเติม

TIPAK

Statement of Comprehensive Income — Unit : Btm

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue from sales	**2,823**	**2,734**	**2,537**	**2,687**	**2,874**	**2,955**	**-3%**	**-7%**	**6%**	**7%**	**3%**
Corrugated Sheet	1,158	1,051	999	1,065	1,103	1,114	-9%	-5%	7%	4%	1%
Corrugated Box	1,659	1,678	1,531	1,616	1,764	1,835	1%	-9%	6%	9%	4%
Other	5	5	7	6	7	7	0%	32%	-10%	16%	-1%
Cost of sales	(2,347)	(2,245)	(2,118)	(2,249)	(2,391)	(2,453)	-4%	-6%	6%	6%	3%
Gross profit	**476**	**489**	**419**	**438**	**483**	**502**	**3%**	**-14%**	**5%**	**10%**	**4%**
Other income	8	7	6	6	7	7	-13%	-19%	13%	3%	5%
Gross profit + Other income	**484**	**496**	**424**	**444**	**489**	**509**	**2%**	**-14%**	**5%**	**10%**	**4%**
SG&A	(224)	(242)	(260)	(274)	(293)	(287)	8%	7%	6%	7%	-2%
Share of profit : Associates & JVs	-	-	-	-	-	-					
Operating profit	**260**	**253**	**165**	**170**	**196**	**222**	**-3%**	**-35%**	**3%**	**15%**	**13%**
Finance costs	(23)	(18)	(20)	(18)	(17)	(16)	-21%	12%	-13%	-6%	-5%
Core profit before taxes	**237**	**235**	**144**	**152**	**179**	**207**	**-1%**	**-39%**	**6%**	**18%**	**15%**
Extra items	2	(9)	3	-	-	-					
Profit before income taxes	**239**	**226**	**147**	**152**	**179**	**207**	**-6%**	**-35%**	**3%**	**18%**	**15%**
Tax expense	(47)	(55)	(26)	(2)	(3)	(21)	17%	-53%	-91%	18%	668%
Net Profit	**192**	**170**	**121**	**150**	**177**	**186**	**-11%**	**-29%**	**24%**	**18%**	**5%**
Core Profit	**190**	**179**	**118**	**150**	**177**	**186**	**-5%**	**-34%**	**27%**	**18%**	**5%**
EBITDA (inc. Other income)	327	328	252	259	290	319	0%	-23%	3%	12%	10%
Core EPS (Bt)	0.34	0.33	0.21	0.27	0.32	0.34	**-5%**	**-34%**	**27%**	**18%**	**5%**

Statement of Financial Position — Unit : Btm

Year End	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Cash and cash equivalents	49	77	50	203	228	361	57%	-36%	309%	12%	58%
Total current assets	**869**	**793**	**712**	**905**	**974**	**1,130**	**-9%**	**-10%**	**27%**	**8%**	**16%**
Total assets	**2,195**	**2,168**	**2,188**	**2,315**	**2,390**	**2,510**	**-1%**	**1%**	**6%**	**3%**	**5%**
Total current liabilities	**753**	**917**	**777**	**802**	**775**	**803**	**22%**	**-15%**	**3%**	**-3%**	**4%**
Total liabilities	**1,084**	**1,229**	**1,127**	**979**	**953**	**975**	**13%**	**-8%**	**-13%**	**-3%**	**2%**
Issued and paid-up share capital	552	552	552	552	552	552	0%	0%	0%	0%	0%
Total shareholders' equity	**1,254**	**1,083**	**1,205**	**1,336**	**1,437**	**1,535**	**-14%**	**11%**	**11%**	**8%**	**7%**

Cash Flow Statement — Unit : Btm

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Profit for the year	**192**	**170**	**121**	**150**	**177**	**186**	**-11%**	**-29%**	**24%**	**18%**	**5%**
Net cash from operating activities	**341**	**283**	**250**	**234**	**263**	**283**	**-17%**	**-12%**	**-7%**	**13%**	**7%**
Net cash from investing activities	**(116)**	**42**	**(162)**	**(22)**	**(100)**	**(61)**	**-136%**	**-488%**	**-86%**	**352%**	**-39%**
Net cash from financing activities	**(221)**	**(297)**	**(115)**	**(58)**	**(138)**	**(89)**	**34%**	**-61%**	**-49%**	**137%**	**-36%**
Net increase (decrease) in cash	**5**	**28**	**(27)**	**153**	**25**	**133**	**458%**	**-198%**	**-660%**	**-84%**	**427%**

Key Financial Ratios — Unit : %

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales growth	N.A.	-3.1%	-7.2%	5.9%	6.9%	2.8%
Gross profit growth	N.A.	2.6%	-14.3%	4.6%	10.2%	4.1%
SG&A growth	N.A.	8.3%	7.1%	5.7%	6.9%	-2.2%
EBITDA growth	N.A.	0.5%	-23.1%	2.5%	12.0%	10.2%
Core profit growth	N.A.	-5.5%	-34.2%	27.0%	17.7%	5.2%
GPM-sales	**16.9%**	**17.9%**	**16.5%**	**16.3%**	**16.8%**	**17.0%**
SG&A to sales	7.9%	8.9%	10.2%	10.2%	10.2%	9.7%
EBITDA margin	11.5%	12.0%	9.9%	9.6%	10.1%	10.8%
Core profit margin	**6.7%**	**6.5%**	**4.6%**	**5.6%**	**6.1%**	**6.3%**
IBD / Equity (x)	0.23	0.21	0.26	0.09	0.04	0.04
BV (Bt)	3.07	2.65	2.95	2.42	2.60	2.78
ROE (Core)	15.1%	15.4%	10.3%	11.8%	12.7%	12.5%
ROA (Core)	8.6%	8.2%	5.4%	6.7%	7.5%	7.6%

Key Assumptions

Yearly	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales Volume (tons)						
Corrugated Sheet	N.A.	N.A.	44,241	46,453	47,382	47,856
Corrugated Box	N.A.	N.A.	54,647	56,833	60,811	63,244
Average Selling Price (tons)						
Corrugated Sheet	N.A.	N.A.	22,592	22,931	23,275	23,275
Corrugated Box	N.A.	N.A.	28,019	28,439	29,008	29,008
Revenue Portion (%)						
Corrugated Sheet	41%	38%	39%	40%	38%	38%
Corrugated Box	59%	61%	60%	60%	61%	62%
Utilization Rate (%)						
Corrugated Sheet	83%	77%	75%	79%	82%	85%
Corrugated Box	64%	64%	54%	54%	55%	56%

Source : Company, LHSEC Estimates

DISCLOSURES & DISCLAIMERS

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") เพื่อวัตถุประสงค์ในการเผยแพร่ข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำเสนอซื้อ คำเสนอขาย หรือคำแนะนำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์

บริษัทเป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัท แอล เอช ไฟแนนซ์เชียล กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ("LHFG") ทั้งนี้ การอ้างถึง LHFG หรือบริษัทในกลุ่ม LHFG ในรายงานฉบับนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อประกอบการวิเคราะห์หรือการเปรียบเทียบข้อมูลเท่านั้น และมิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อชี้นำการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทในกลุ่ม LHFG

ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่บริษัทเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้อง ความครบถ้วน หรือความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว และขอสงวนสิทธิในการแก้ไข เปลี่ยนแปลง หรือเพิ่มเติมข้อมูลในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อใช้สำหรับลูกค้าของบริษัทเท่านั้น ห้ามทำซ้ำ ดัดแปลง ส่งต่อ เผยแพร่ หรือเปิดเผยรายงานฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน ให้แก่บุคคลอื่น โดยไม่ได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัท

การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาความเหมาะสมของการลงทุนอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน บริษัทไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ไปใช้

RATINGS DEFINITION

ในบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่เราจัดทำมีการให้คำแนะนำและใช้สัญลักษณ์เกี่ยวกับหลักทรัพย์หลายอย่าง ในส่วนนี้เราจะอธิบายถึงระบบต่างๆ ดังกล่าวโดยสังเขปเพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจหลักการ วิธีคิด และความหมายว่าคำแนะนำแต่ละระบบมีความแตกต่างกันอย่างไร

RATING คือ “คำแนะนำด้านปัจจัยพื้นฐาน” โดยพิจารณาจากการคาดการณ์แนวโน้มผลประกอบการในอนาคตของบริษัท แบ่งเป็น 5 ขั้น ตามระดับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในรอบระยะ 12 เดือนข้างหน้า ได้แก่ (1) SBUY=STRONG BUY=ให้ผลตอบแทนสูงกว่า 15%, (2) BUY=ให้ผลตอบแทนมากกว่า 5% แต่ไม่ถึง 15%, (3) HOLD=ให้ผลตอบแทนน้อยกว่า 5%, (4) TBUY=TRADING BUY=ราคาหุ้นขึ้นเกินกว่าราคาเป้าหมายแล้ว หากประเมินจากราคาเป้าหมาย อาจปรับตัวลงได้มากถึง -10% แต่ระยะสั้นยังมีปัจจัยขับเคลื่อนที่หนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ ทำให้ยังสามารถเข้าซื้อเพื่อเก็งกำไรได้, (5) SELL=ราคาหุ้นขาดปัจจัยพื้นฐานสนับสนุนอย่างเพียงพอ คาดว่าอาจทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลงได้มากกว่า –10%

ACTION คือ “คำแนะนำด้านกลยุทธ์” ตามระบบ TradeMap ที่เราคิดค้นขึ้น ซึ่งประเมินจาก VALUE และ MOMENTUM ของหลักทรัพย์นั้น

VALUE คือ “ความน่าสนใจของราคาหุ้น” (ATTRACTIVENESS) แบ่งเป็น 3 ระดับ คือ CHEAP=ถูก, FAIR=เหมาะสม และ DEAR=แพง ซึ่งอิงตาม RATING ที่ประเมินโดยนักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานนั่นเอง โดย CHEAP=SBUY หรือ BUY, FAIR=HOLD, DEAR=TBUY หรือ SELL

ส่วน MOMENTUM คือ “ความแข็งแรงของราคาหุ้น” (ROBUSTNESS) หรือ “คุณภาพของแนวโน้ม” (TREND QUALITY) ซึ่งพิจารณาใน 3 กรอบเวลา (สั้น=HOURLY, กลาง=DAILY และยาว=WEEKLY) แบ่งเป็น 3 ระดับเช่นกัน คือ BULL=ขึ้น, BOAR=ทรง และ BEAR=ลง

เมื่อนำ VALUE และ MOMENTUM มารวมกัน จะได้ ACTION ตาม MATRIX ข้างล่าง ซึ่งมีคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ 3x3=9 ระดับ ดังนี้

MOMENTUM \ VALUE	DEAR	FAIR	CHEAP
BULL	TBUY	ADD	SBUY
BOAR	ALERT	HOLD	BUY
BEAR	SELL	REDUCE	WBUY

ทั้งนี้ คำแนะนำ ACTION ทั้ง 9 ระดับ มีความหมายดังนี้ SBUY=STRONG BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมากและมีแนวโน้มแข็งแกร่ง ควรเข้าซื้อทันที, BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมาก แต่แนวโน้มแกว่งตัว สามารถทยอยซื้อได้, WBUY=WEAK BUY=ราคาอยู่ในระดับน่าสนใจมาก แต่มีแนวโน้มปรับตัวลงอีก ควรรอซื้อเมื่ออ่อนตัว, ADD=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสม และมีแนวโน้มขึ้นต่อ สามารถลงทุนเพิ่มได้, HOLD=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสมและมีแนวโน้มแกว่งตัว แนะนำถือ, REDUCE=ราคาอยู่ในระดับเหมาะสม แต่มีโอกาสลงอีก แนะนำลดการลงทุนลงบางส่วน, TBUY=TRADING BUY=ราคาอยู่ในระดับแพง แต่ยังมีโอกาสปรับขึ้นต่อได้ แนะนำเพียงแค่ซื้อเก็งกำไร, ALERT=ราคาอยู่ในระดับแพงและมีแนวโน้มไม่ชัดเจน ควรจับตาใกล้ชิดและเพิ่มความระมัดระวัง, SELL=ราคาอยู่ในระดับแพงและมีแนวโน้มลง แนะนำขายทันที

สำหรับคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ในระดับ SECTOR พิจารณาจากผลตอบแทนที่คาดหวังในแต่ละกลุ่มธุรกิจ มี 3 ระดับ คือ OVERWEIGHT=ลงทุนสูงกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าค่าเฉลี่ย (OUTPERFORM), NEUTRAL=ลงทุนเท่ากับน้ำหนักดัชนี คาดว่าให้ผลตอบแทนใกล้เคียงค่าเฉลี่ย และ UNDERWEIGHT=ลงทุนน้อยกว่าน้ำหนักดัชนี คาดว่าจะให้ผลตอบแทนต่ำกว่าค่าเฉลี่ย (UNDERPERFORM)

นอกจากนี้ เพื่อให้ผู้อ่านเข้าใจถึงระดับความน่าสนใจของหุ้นต่างๆ อย่างง่ายๆ เราได้ใช้สัญลักษณ์ความน่าสนใจของหุ้นเป็นจำนวนดาว (STAR RATING) ซึ่ง STAR RATING จะมีระดับความน่าสนใจสูงสุดเป็น ★★★★★ และระดับความน่าสนใจต่ำสุดเป็น ★

โดย STAR RATING นี้จะประมวลจากความเห็นนักวิเคราะห์ 3 ด้าน คือมาจาก RATING ทางด้านพื้นฐานสูงสุด 2 ดาว (SBUY/BUY=★★, TBUY/HOLD=★) ด้านเทคนิคสูงสุด 2 ดาว (BULL=★★, BOAR=★) และด้านกลยุทธ์ SECTOR สูงสุด 1 ดาว (OVERWEIGHT=★) เช่น หุ้น XYZ มีคำแนะนำด้านพื้นฐานเป็น BUY มีคำแนะนำด้านเทคนิคเป็น BOAR และมีคำแนะนำด้านกลยุทธ์ระดับ SECTOR เป็น NEUTRAL เราจะให้ STAR RATING ของหุ้น XYZ เท่ากับ ★★★ เป็นต้น

ในรายงานนี้ยังได้เปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (THAI INSTITUTE OF DIRECTORS-IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (CORPORATE GOVERNANCE RATING) และผลการประเมินของสถาบันไทยพัฒน์ทางด้านดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนไว้ด้วย

ทั้งนี้ การประเมิน CG RATING และ ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR ดังกล่าว กำหนดสัญลักษณ์และความหมาย ดังนี้

CORPORATE GOVERNANCE RATING

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100		ดีเลิศ (EXCELLENT)
80-89		ดีมาก (VERY GOOD)
70-79		ดี (GOOD)
60-69		ดีพอใช้ (SATISFACTORY)
50-59		ผ่าน (PASS)
ต่ำกว่า 50	-	-

ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATORS

ระดับ		ความหมาย
5	ขยายผลสู่ผู้เกี่ยวข้อง (EXTENDED)	บริษัทแสดงให้เห็นถึงนโยบายที่ครอบคลุมถึงหุ้นส่วนทางธุรกิจ ที่ปรึกษา ตัวกลาง หรือตัวแทนธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชันทุกรูปแบบ
4	ได้รับการรับรอง (CERTIFIED)	บริษัทแสดงให้เห็นถึงการนำไปปฏิบัติ โดยมีการสอบทานความครบถ้วนเพียงพอของกระบวนการทั้งหมดจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ ได้รับการรับรองเป็นสมาชิกแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต หรือผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก
3	มีมาตรการป้องกัน (ESTABLISHED)	บริษัทแสดงให้เห็นถึงระดับขอบเขตของนโยบายของบริษัท เช่น ไม่จ่ายเจ้าหน้าที่รัฐ ไม่มีส่วนเกี่ยวข้อง ต่อต้านผู้เกี่ยวข้อง สื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงานเพื่อให้ความรู้เกี่ยวกับนโยบายและแนวปฏิบัติในการต่อต้านคอร์รัปชัน
2	ประกาศเจตนารมณ์ (DECLARED)	บริษัทแสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นโดยการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติ (COLLECTIVE ACTION COALITION) ของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต
1	มีนโยบาย (COMMITTED)	บริษัทแสดงให้เห็นถึงคำมั่นจากผู้บริหารสูงสุดและขององค์กรโดยมติและนโยบายของคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการคอร์รัปชัน

การจัดอันดับดังกล่าวเป็นผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏเท่านั้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง การเปิดเผยข้อมูลนี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ แลนด์ แอนด์ เฮ้าส์ จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด